

学校编码: 10384
学号: 17620071151774

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

外部融资、公司投资与金融危机
——基于中国制造业上市公司的实证研究

**External Finance, Corporate Investment and
Financial Crisis: An Empirical Study Based on
Chinese Manufacturing Listed Companies**

徐 瑜

指导教师姓名: 屈文洲教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩日期: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2010 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

关于金融危机对公司投资的影响的研究,在西方学术界已经有了一些探索和成果。研究表明,金融危机爆发后,一方面,国际金融体系处于动荡之中,降低了银行承担风险的意愿和能力,“惜贷”行为加剧,这种外部融资环境的不利变化会对公司的投资行为产生影响;另一方面,宏观环境的突变使得未来经济形势变得不明朗、不乐观,市场需求状况和企业盈利能力都处于高度不确定的状态下。投资机会的不利变化也会对公司的投资行为产生影响。对美国市场的实证研究表明,在金融危机传导至实体经济的过程中,以上两方面的影响同时发挥着作用,但外部融资环境的恶化无疑有着更大的影响力。在我国,利用上市公司财务报表数据开展这方面的实证研究工作还处于刚刚起步的阶段,鲜有系统全面的研究成果出现。已有的一些研究也多是从事定性分析的角度研究金融危机对实体经济的影响,缺乏实证支持。

本文以我国制造业上市公司为研究对象,探讨金融危机对公司投资行为的影响,通过分析金融危机前公司的财务状况与危机后投资水平之间的关系来进一步说明金融危机下融资环境的不利变化是否以及在多大程度上影响了上市公司的投资水平。研究表明,金融危机之后,公司的投资水平明显下滑,而危机前较高的现金持有和较低的财务杠杆可以缓和危机后投资水平的下滑。由此可以看出,公司危机后的投资下滑并非单纯受到投资机会减少的影响,而更大程度上是受到融资环境恶化、融资成本升高影响的无奈之举。

最后,考虑到政府经济刺激计划对外部融资环境的影响,本文又将样本期间向后延长了三个季度,尝试进行了金融危机的后续研究。结果表明,在此期间内,公司投资水平仍然处于下滑态势,与之前不同的是投资机会方面的因素在投资水平的下滑中扮演了更加重要的角色。

关键词: 公司投资; 融资约束; 金融危机

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

The effects of the financial crisis on corporate investment have been explored at academic domains in western countries. On the one hand, the crisis represents an unexplored negative shock to the supply of external finance for non-financial firms, which may hamper corporate investment. On the other hand, the crisis makes the macroeconomic situation ambiguous and also makes consumer demand and firms' profitability uncertain. The deteriorating investment opportunities may also have an adverse impact on corporate investment. Empirical studies based on American market show that both channels are at work but tightened financing environment appears to be more significant. Recently, domestic studies from empirical research angle in this area are still in the primary process. Most studies about the financial crisis and corporate investment are qualitative analysis, lacking empirical evidence.

Our sample is based on listed firms in manufacturing industry which we use to explore the effects of the financial crisis on corporate investment. We are mostly interested in studying the role of firms' pre-crisis financial positions in mitigating or worsening the impact of the crisis on investment in order to investigate what kind of role the tightened supply of external finance plays in the decline of corporate investment. We find that corporate investment declines significantly following the onset of the crisis, controlling for firm fixed effects and time-varying measures of investment opportunities. The decline is greater for firms that have low cash reserves or high leverage before the crisis. By this token, investment declines after the crisis is more caused by the negative shock to the external finance rather than lack of investment opportunities.

In a final step, in view of the effects of the economic stimulus plan on external finance environment, we extend the post crisis sample for another three quarters to investigate how our main results change. We find that corporate investment continued to decline over this period of time. In contrast to the former results, the decline is largely explained by changing investment opportunities captured by Q and cash flow.

Key Words: Corporate Investment; Financial Constraints; Financial Crisis

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

1 绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	3
1.3 概念范畴.....	4
1.4 研究思路与框架.....	5
1.5 研究的创新点与局限性.....	7
2 文献回顾	10
2.1 企业投资理论发展评述.....	10
2.2 金融危机对实体经济的影响的研究.....	18
2.3 研究评述及本文的研究角度.....	22
3 实证研究设计	24
3.1 金融危机影响时点的确定.....	24
3.2 主要指标的设计与计量.....	26
3.3 研究假设.....	31
3.4 模型的建立.....	33
3.5 样本选择和数据来源.....	35
4 实证结果与分析	37
4.1 描述性统计分析.....	37
4.2 样本总体各变量相关性分析.....	40
4.3 回归结果与分析.....	41
4.4 稳健性检验.....	55
5 结论与启示	62
5.1 研究结论与建议.....	62
5.2 后续研究展望.....	63

[参 考 文 献].....	65
----------------	----

致 谢.....	70
----------	----

厦门大学博士论文摘要库

Contents

1 Introduction	1
1.1 Research Background.....	1
1.2 Research Motivation	3
1.3 Core Conceptions	4
1.4 Research Ideas and Framework	5
1.5 Research Innovation and Limitation	7
2 Literature Review	10
2.1 Development of Corporate Investment Theories	10
2.2 Research about Financial Crisis and the Real Economy	18
2.3 Research Perspectives.....	22
3 Research Hypotheses and Designing.....	24
3.1 Period Selecting	24
3.2 Variables Designing.....	26
3.3 Research Hypotheses	31
3.4 Regression Models	33
3.5 Data and Sample	35
4 Empirical Results and Analysis	37
4.1 Descriptive Statistics	37
4.2 Variables Correlation Analysis	40
4.3 Regression Results and Analysis.....	41
4.4 Robustness Test	55
5 Conclusions and Future Research.....	62
5.1 Conclusions.....	62
5.2 Future Research	63

References	65
-------------------------	-----------

Acknowledgements	70
-------------------------------	-----------

厦门大学博硕士论文摘要库

1 绪论

2008 年至今，全球金融系统正面临自 1929 年以来的最大挑战。始于美国房地产次级抵押贷款市场的癣疥之疾已然酿成了全球性的深重危机。2007 年 4 月，美国新世纪金融公司申请破产保护，标志着次贷危机的爆发。此后，危机并未停下肆虐的脚步，而是愈演愈烈，演变成了波及全球的金融危机。昔日风光无限的华尔街接连传出噩耗，曾经的金融帝国轰然坍塌……金融体系所遭受的重创由此可见一斑。严峻的形势势必会对公司面临的外部融资环境产生负面的冲击，加剧融资约束程度，进而影响公司的投资水平。美国一些最新的实证研究也基本支持这一观点。本文的出发点就是要研究金融危机对我国上市公司投资行为的影响，主要从外部融资的角度考查这种影响的传导机制，即金融危机前后公司的投资水平是否发生了变化，发生了怎样的变化？金融危机导致的外部融资成本的上升是否影响了公司的投资水平？

1.1 研究背景

微观层面的企业投资是经济理论研究的主题之一。它吸引众多国内外学者研究兴趣的魅力在于：一方面它涉及资金的筹集问题，即投资资金的来源问题；另一方面它涉及资金的配置效率问题，即筹集的资金如何有效利用的问题。早期投资理论的研究一直是在新古典经济学的范式下展开的。Modigliani 和 Miller 两位学者 1958 年在《资本成本、公司财务和投资理论》^[1]一文中指出：在完美的资本市场上，公司的投资决策和资本结构无关，对于公司决策者来说，内部资金和外部资金可以无差别替代。这就是著名的“MM 无关性命题”在公司投资和融资领域的诠释。

由于以 MM 理论为支撑的新古典框架下的经典投资理论假设条件过于苛刻，只能存在于完美市场之中，因此对现实的指导意义有限。此后的学者纷纷从信息不对称角度、代理成本角度等资本市场的 imperfect 因素入手研究投资与融资之间的关系，提出和发展了投资的融资约束理论。该理论认为，由于资本市场的不完美，

外部融资成本往往高于内部融资成本,这种差异也使得企业投资要受到企业融资能力的约束。

目前学术界普遍认为,融资与投资作为企业的两项基本财务活动具有紧密的联系。许多关于融资的讨论都会涉及到企业投资决策问题,同样,对企业投资行为的研究也往往从融资角度入手。投融资关系的讨论构成了整个财务理论的重要组成部分^[2]。金融危机作为一种非预期的巨大宏观环境突变,就企业层面而言,无论对于资金的筹集还是资金的利用都会产生不容低估的影响。鉴于此,危机中的企业投资行为和投资水平所表现出来的某些特点有利于我们更清晰地认识问题的本质,值得我们做进一步的深入研究。

金融危机爆发后,一方面使得国际金融体系处于动荡之中,银行承受风险的能力和意愿下降,“惜贷”行为加剧,这对企业外部资金的供给是一个负面的冲击,难免会加重企业筹集资金的困难程度。而且危机中企业自身经营不景气,偿还能力下降,更是令危机中的融资处境雪上加霜。不难看出,外部融资环境的不利变化会加剧企业面临的融资约束,进而对投资行为产生影响;另一方面,宏观环境的突变使得未来经济形势变得不明朗、不乐观,市场需求状况和企业盈利能力都处于高度不确定的状态下。投资机会的不利变化也会对公司的投资行为产生影响^[3,4]。

对美国市场的实证研究表明,在金融危机传导至实体经济的过程中,以上两方面的影响同时发挥着作用,但外部融资环境的恶化无疑有着更大的影响力。对于中国而言,情况又会怎样?众所周知,中国企业债券市场很不发达,企业负债基本上依赖于银行借款。郭丽虹(2005)^[5]的研究也表明,中国企业外部融资总额的增长与银行贷款基本上保持一致,银行贷款在企业外部融资中占据了很大比例。具体到金融危机这一背景,在宏观经济形势突变的情况下,企业想要在短时间内融通资金更是要依赖于银行贷款。因此,危机中企业面临的外部融资环境在很大程度上取决于银行的信贷政策。

一般而言金融危机加重银行的“惜贷”行为,提高贷款门槛。对于美国^[6]、德国^[7]等国的研究已经证实了这一点,我国一些学者的分析也认可这一观点。在我国,银行的信贷政策除与自身的风险收益权衡有关,受政策影响的程度也比较浓重。随着金融危机的影响日益严重,中国政府积极应对,在货币政策上也做出

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库